

金融开放与发展中国家的金融困局*

贾根良 何增平

【内容提要】 马克思有关资本主义信用和虚拟资本的分析是明斯基的金融不稳定性假说的理论先驱。本文运用马克思—明斯基金融不稳定性理论分析金融开放为什么必然导致发展中国家金融危机频发并陷入金融困局的问题。这种金融困局表现为脆弱的金融系统、动荡的外汇市场、有限的政策空间和越来越难以自拔的依附型经济。在不平等的国际货币体系下，频发的金融危机使得金融自由化的发展中国家对发达国家的依附性进一步深化，而金融不稳定又为外围国家对中心国家的依附提供了金融上的条件。发展中国家因金融开放而导致金融危机频发的历史为我国进一步深化改革、维护金融安全提供了前车之鉴。从而对我国在金融开放中如何确保国家金融安全并通过金融开放推动我国建设高端制造业强国提出一些基本的应对之策。

【关键词】 马克思—明斯基的金融不稳定性理论 金融开放 金融自由化 国际货币等级体系

作者简介：贾根良（1962-），中国人民大学经济学院教授，中国特色社会主义经济建设协同创新中心研究员（北京 100872）；何增平（1992-），中国人民大学经济学院博士研究生（北京 100872）。

一、引言

2008年国际金融危机爆发后，一些发展中国家金融危机频发，陷入了金融困局当中。例如，阿根廷在2018年5月份又一次遭遇了货币危机。受美元加息等因素的影响，阿根廷比索的累积跌幅在5月已经超过了15%。为了稳定汇率，阿根廷中央银行动用了数百亿美元的外汇储备来干预市场，并将基准利率由27.25%提高到了40%。即便这样，资本外流和比索贬值的势头仍然没有停止。这使得阿根廷政府被迫向国际货币基金组织（IMF）寻求援助。尽管IMF的介入一度使得市场信心短暂恢复，但资本外逃很快卷土重来。对于金融开放的发展中国家来说，阿根廷近来的遭遇并不是什么新鲜事，它只是说明这些外围国家的金融困局并没有因为一次又一次的危机而宣告终结。

在历史上，发展中国家的金融开放总是以某种形式的金融危机收场。无论是1994年的墨西哥金融危机、1997年的东亚金融危机、1999年的巴西金融危机，还是2001年的阿根廷金融危机，身处危机的发展中国家在此之前都经历了金融开放和大规模的资本流入。本文认为，这些金融危机并不是历史的偶然，相反，对于资本主义生产方式而言，货币生产型经济本身就存在着走向危机的内在趋势，而金融开放则意味着解除了对这种趋势的制度约束。因此，与资本管制的情况相比，金融开放的发展中国家将面临更大的金融不稳定：国际资本的高风险偏好促使发展中国家累积起更大规模

* 本文系国家社科基金重大攻关项目“外国经济思想史学科建设的重大基础理论研究”（14ZDB122）的阶段性成果。

的资产泡沫，外汇市场的不稳定放大了融资结构的风险，稳定汇率的压力迫使主权政府丧失了财政政策和货币政策的独立性。

在货币金融理论的思想史中，马克思主义经济理论和明斯基经济理论是我们认识这些问题的重要思想源泉。马克思的货币金融理论是开创性的，因为他的货币理论是基于生产的货币理论^①。货币并不是掩盖在物物交换上中性的面纱，相反，货币在资本主义生产当中扮演着重要的角色。马克思的货币观为一个更加深刻的危机理论提供了基础。在马克思看来，经济危机的根源在于资本主义生产方式，资本主义生产方式当中存在着趋向金融不稳定的内在趋势：“一旦劳动的社会性质表现为商品的货币存在，从而表现为一个处于现实生产之外的东西，货币危机——与现实危机相独立的货币危机，或作为现实危机尖锐化表现的货币危机——就是不可避免的。”^② 而对于欠发达国家，正如马克思主义依附学派所指出的，欠发达国家对发达国家的依附既是它们落后的表现，也是它们落后的根源^③。在经济领域，这种依附不仅体现在国际分工中发达国家占据着价值链高端，发展中国家在核心技术上依附发达国家，而且也体现在它们的金融体系对发达国家的依附。本文认为，金融自由化打开了金融资本在国际市场自由运动的大门，这导致发展中国家深陷于金融困局之中，从而加剧了它们在资本主义世界体系的依附地位。在这之中，国际金融市场，特别是不平等的国际货币等级结构扮演了重要角色。如图1所示，在不平等的国际货币等级结构下，位于底端的发展中国家的货币不具备与发达国家货币同等的流动性，这使得在经济危机中它们要承受更大的汇率波动的风险。

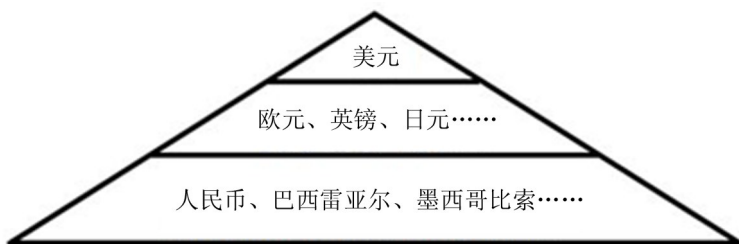


图1 国际货币的等级体系示意图^④

由于篇幅所限，本文对明斯基的经济理论的介绍是过于简略的，但是本文并不希望因此加深对这一理论的刻板印象，因为这种刻板印象可能会造成对明斯基的误解，甚至将其与马克思主义对立起来^⑤，对此问题感兴趣的读者可以参见下面的注释^⑥，我们在这里只是做两点简要的说明。首先，明斯基认为，危机并不是孤立的货币现象，危机的根源在于资本主义生产方式。在资本主义经济中，

① 参见〔澳〕比尔·卢卡雷利：《马克思关于货币、信用和危机的理论》，周亚霆译，《国外理论动态》2011年第2期。

② 马克思：《资本论》第3卷，北京：人民出版社，2004年，第584页。

③ 参见孙来斌、颜鹏飞：《依附论的历史演变及当代意蕴》，《马克思主义研究》2005年第4期。

④ 有关国际货币体系的等级结构，请参见 R. P. Andrade and D. M. Prates, “Exchange Rate Dynamics in a Peripheral Monetary Economy”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 35, No. 3, 2013.

⑤ 首先指出这一问题的是李黎力，请参见李黎力：《明斯基经济思想研究》，北京：商务印书馆，2018年。

⑥ 造成这一问题的主要原因是学界对明斯基理论的介绍还不够充分。例如，崔学东副教授（崔学东：《当代资本主义危机是明斯基式危机，还是马克思式危机？》，《马克思主义研究》2018年第9期）认为，尽管“马克思和明斯基的危机理论存在一致性的一面，都认为危机是资本主义内生的，都有货币的内生性与非中性的思想”，但因为明斯基的理论是“片面的”，所以马克思与明斯基的理论体系是不能兼容的。由于篇幅所限，我们在这里不能具体讨论马克思和明斯基具体的理论以及如何兼容的问题，而只是指出崔学东副教授是以庸俗版本的“明斯基理论”对这一问题进行讨论的，并扼要地说明它所存在的问题。

生产资料由私人占有，当产业资本家的内部融资不足以支持他们购置昂贵的资本品的时候，他们就需要金融体系为其投资提供外部融资，因此，货币金融是内生于资本主义生产过程的。要理解资本主义危机，真正重要的并不是危机爆发的时刻，而是资本主义制度内部产生出危机发生条件的动态过程。用明斯基的话说：“带有一个复杂的、精致的、不断演化的金融结构的资本主义经济滋长了诱发高速通货膨胀和严重萧条的各种条件。”^①正因为如此，明斯基认为，凯恩斯的经济理论并不是一般性的理论（“通论”），而是在特定资本主义制度条件下的经济理论^②。其次，明斯基格外关注资本主义制度的演化，他对资本主义动态变化的研究有着远远超出本文论述范围的广度和深度。他后期对货币经理型资本主义（money manager capitalism）的研究涉及了资本主义金融系统以及其他经济部门乃至意识形态上的新变化。这些问题是本文所未能详细讨论的。本文认为，马克思与明斯基这两种理论体系间的对话交流是有益的，两者可以联合甚至统一到马克思主义经济学的框架下对当代资本主义经济进行分析。当然，明斯基理论不是十全十美的，如何吸取明斯基理论的有益成分从而更好地基于马克思主义观点来认识资本主义危机还有待于未来进一步的研究。

本文将主要依据马克思-明斯基的金融不稳定性理论来反思发展中国家的金融困局并说明相关问题。在本文第二部分，我们将首先说明开放经济条件下的汇率问题和政策空间问题，这是以后各部分讨论的前提和基础。在第三部分，我们将首先讨论明斯基的金融不稳定性假说，并以此为基础说明金融开放如何放大了发展中国家的金融不稳定性。在第四部分，我们再从马克思主义依附学派的视角入手，讨论发展中国家对外国资本的依附性问题，并进行简要的总结和评论。在第五部分，我们将讨论我国对外金融开放的战略，并提出一些政策建议。

二、外汇市场的不稳定与主权国家的政策空间

国际金融市场是有历史性的。在外汇市场，这种历史性体现在资本流动逐渐成为当前汇率水平的决定性因素。在外汇市场，市场的供求状况决定了汇率的水平；一种货币的需求对应着其他货币的供给，外汇的需求和供给是同一个硬币的两面。按照约翰·哈维（John Harvey）的划分，对外汇的需求可以划分为：进口货物和服务、直接投资、间接投资和政府的外汇储备管理^③。在布雷顿森林体系瓦解之后，外汇市场的一个典型事实就是国际资本流动、特别是短期资本流动成为决定汇率水平的关键性因素^④。国际资本流动无论在增长幅度、规模总量上还是在短期变化幅度上都要远远超过货物和服务的贸易量，这使得后者成为外汇价格的接受者，而非决定者。正如保罗·戴维森（Paul Davidson）所说：“汇率本身成了投机的对象。从20世纪70年代中期开始，国际金融交易的增长显著快于国际贸易的增长。国际资本流动支配着贸易支付。如今银行每天在外汇市场交易1.5万亿美元，

① H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill, 2008, p. 11.

② H. P. Minsky, “Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies: Remarks upon Receiving the Veblen-Commons Award”, *Journal of Economic Issues*, Vol. 30, No. 2, 1996.

③ J. T. Harvey, “Exchange Rates: Volatility and Misalignment in the Post-Bretton Woods Era”, in J. Deprez and J. T. Harvey (eds.), *Foundations of International Economics: Post-Keynesian Perspectives*, London and New York: Psychology Press, 1999, pp. 200-212.

④ 在布雷顿森林体系时期，国际私人资本流动处在一个较低的水平上。在这种情况下，固定汇率的变动是为了适时地改善一些国家经常项目失衡的状况。然而，在20世纪70年代之后，国际私人资本的流动规模与日俱增，在布雷顿森林体系解体后，它成为了主导外汇市场的决定性力量。在这种情况下，持续的资本流动使得一个国家长期的外贸失衡成为可能，从而也使得主权债务危机成为可能。请参见J. Kregel, “Can We Create a Stable International Financial Environment that Ensures Net Resource Transfers to Developing Countries?”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 26, No. 4, 2004.

差不多是每天货物和服务贸易量的 70 倍。汇率变动反映着投机头寸而非贸易格局的变化。”^①

通常认为，所谓的基本面因素（收入水平、外贸状况、通胀水平等）^② 会使汇率在长期趋向于一个稳定的均衡水平。然而，在存在大规模的国际资本流动的情况下，这种长期均衡并不会出现。因此，单纯依靠浮动汇率制度也就不能实现汇率稳定。决定汇率水平的是国际资本流动，而决定国际资本流动的是投资者的预期^③。基本面因素能起到什么样的作用取决于它们将如何影响国际投资者的预期。按照后凯恩斯主义经济学的观点，国际投资者并不会去努力寻找这样一个由某个模型设定的长期均衡水平。因为即使某种长期均衡真的存在，只要私人投资者总是能从猜测其他投机者短期投资决策当中获利，那么他们就没有动机去识别那个“潜在”的长期均衡。

在一个存在着根本不确定性的世界当中，预期的形成是各种习惯和制度的结果，而不是某种理性预期的结果。安妮娜·卡尔滕布伦纳（Annina Kaltenbrunner）在 2008—2010 年采访了 52 家巴西外汇市场的金融机构，大部分的受访者认为，他们的预期形成当中没有持续稳定构成要素，这些都要依具体的市场状况而改变。其中只有一些离岸机构的受访者提到了某些“基本面”因素，但是他们对其理解也是千差万别的，而这些金融机构共同考虑的因素则是其他金融机构的交易决策和所持头寸。一家离岸机构的交易员在受访时这样说：“外汇市场比其他市场更加随机。只要某个主题有足够的吸引力，吸引了足够多的人，那么，这就足以带来汇率波动。当每个人都开始谈论货币贬值的话，巡游花车效应（bandwagon effect）就会发生，贬值就会成真。但在通常的时候，这并不会发生。”^④

在这种情况下，外汇市场本身就蕴含着不稳定的可能性。在通常情况下，市场上分散着不同的预期；同时，惯例和权威的存在使得这些预期保持着稳定。但是，如果某种不确定性事件的发生使得足够多的投资者改变了他们的预期，比如说预期阿根廷比索将要贬值，那么市场上就可能会产生所谓的“巡游花车效应”：预期的改变使得他们卖出比索，这带来了比索的贬值；比索的贬值印证了他们的预期，于是更多的人参与到巡游花车的行列之中，市场上就会有更多的人抛售比索；这种预期于是就成了一种自我实现的预言。在开放经济条件下，货币危机于是就成了金融危机的潜在构成要素。

对于汇率的稳定而言，资本管制起到的作用是在一定程度上避免或缓解短期资本流动所造成的影响。金融开放意味着主权政府放弃了这种管控汇率的手段，这意味着，和资本管制的情况相比，它必须要让渡更多的政策空间才能换取汇率的稳定。

正如“三难悖论”所说明的，在放弃资本管制的情况下，要保持汇率稳定的话，国内货币政策的独立性就不能坚持。按照后凯恩斯主义的说法，在这种情况下，国内货币政策的利率目标就不能再服务于国内的经济目标（例如刺激投资从而实现充分就业），而是要保持在一定水平来维持适度的国际资本流动，从而保持汇率的稳定。在危机当中，这种矛盾体现得非常明显。提高利率水平来稳定汇率的话，国内的债务通缩会进一步恶化；降低利率水平刺激投资的话，资本外逃的问题则会

① P. Davidson, “Liquidity vs. Efficiency in Liberalized International Financial Markets: a Warning to Developing Economies”, *Revista de Economia Política*, Vol. 20, No. 3, 2000.

② 实际上，基本面的含义是什么，哪些因素是基本面，这些问题至今没有达成共识。约翰·哈维（John Harvey）认为，在理论界，“基本面”这个概念本质上是市场效率这个观念的延伸。这阻碍了我们对汇率实际上是如何决定的认识。请参见 J. T. Harvey, “Exchange Rate Theory and ‘the Fundamentals’”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 24, No. 1, 2001.

③ J. T. Harvey, “A Post Keynesian View of Exchange Rate Determination”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 14, No. 1, 1991.

④ A. Kaltenbrunner, “Financialised Internationalisation and Structural Hierarchies: a Mixed-method Study of Exchange Rate Determination in Emerging Economies”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 42, No. 5, 2018.

进一步加剧。

不仅是货币政策的独立性，金融开放使得财政政策的独立性也被压缩了。主权政府需要牺牲国内财政政策目标来服务于稳定汇率的目标。按照现代货币理论的说法，在封闭经济的条件下，主权政府的财政活动是不会受到融资约束的，因此，功能财政的做法是可以实现的^①。但是，如果一国政府想要稳定汇率的话，那么，一方面，它要考虑国民收入变化对进口需求的影响；另一方面，它更要考虑政府预算的变化对投资者预期的影响，这使得政府的财政政策要在一定程度上服从于稳定汇率的需要^②。

在不平等的国际货币体系当中，这样的矛盾会进一步加剧。以美元、欧元为代表的发达国家货币在国际市场上具有更强的流动性，这使得它们位于国际货币体系等级结构的顶端；而像人民币、巴西雷亚尔、墨西哥比索等发展中国家的货币，则流动性较差，这使得它们位于国际货币体系等级结构的底端。当经济危机发生时，投资者的流动性偏好上升，这时他们会将低流动性的资产转换为高流动性的资产。在这些资产当中还包括了不同国家的货币。于是，流动性较差的发展中国家的货币“在高度风险厌恶的时期就成了‘安全资产转移’（flight to quality）的第一批受害者”^③。因此，流动性较差的发展中国家的货币就必须承受更大的汇率波动的可能性。这意味着，为了维持对本国货币的需求，从而稳定本币汇率，发展中国家需要付出比发达国家更大的代价，从而弥补本国货币在流动性上的劣势，这进一步加剧了稳定汇率与国内政策空间的矛盾。同时，相对于巨额的国际资本而言，许多发展中国家的国内金融市场还非常狭小，其本国金融市场容量只占国际金融市场的非常低的比重，并且非常依赖于外部资本，这种金融市场的不对称性进一步加大了资本流动对汇率影响的不对称性。

三、发展中国家过度的金融开放必然导致金融危机频发

正如我们在引言中指出的，在马克思和明斯基看来，资本主义生产方式本身存在着趋向金融不稳定的内在趋势。马克思通过货币资本的循环G-G'揭示出资本主义生产的动机就是为了赚钱。“生产过程只是为了赚钱而不可缺少的中间环节，只是为了赚钱而必须干的倒霉事。”^④按照马克思和明斯基等经济学家的观点，资本主义生产方式的一个重要特点是利用一套复杂的金融体系来为昂贵的资本品生产提供融资。投资取决于资本品的需求价格和供给价格，只有当需求价格超过供给价格的时候，投资才会发生。为了防范不确定性事件的冲击，在金融系统当中，生产资本品的借款者会设下安全边际，提高资本品的供给价格；贷款者也会设下安全边际，从而降低资本品的需求价格。因此，安全边际的变化会影响到资本品的供给价格和需求价格，从而会影响到投资量的多少。

不同的融资结构有着不同的安全边际，对此，明斯基提出了著名的三类融资结构的划分：（1）

① 相关的论述请参阅贾根良、何增平：《为什么中央银行独立是伪命题？——基于现代货币理论和经济思想史的反思》，《政治经济学评论》2018年第2期。

② 现代货币理论认为，固定汇率的政策目标意味着主权国家一定程度上丧失了财政政策的独立性，从而牺牲了其货币主权。现代货币理论是这样定义完整的货币主权的：“国家（作为政府的代理人，包括财政部和央行）发行和支出高能货币（现金和准备金）的时候不承诺将它的高能货币按照固定的兑换比率兑换成其他货币，或者兑换成黄金以及其他商品。国家对它的货币如此行事从而保持财政独立的这样一种能力就是我们所说的货币主权，尽管还有我们在这里没有考虑的其他方面的货币主权。”请参见C. Sardoni and L. R. Wray, “Fixed and Flexible Exchange Rates and Currency Sovereignty”, *The Levy Economics Institute Working Papers*, 2007。

③ R. P. Andrade and D. M. Prates, “Exchange Rate Dynamics in a Peripheral Monetary Economy”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 35, No. 3, 2013.

④ 马克思：《资本论》第3卷，北京：人民出版社，2004年，第67页。

对冲融资具有很大的安全边际，它的收入流不但可以支付当期利息，还可以偿还部分本金，这使得这种融资结构最为安全；（2）投机融资的安全边际很小，它的收入流只能够偿付当期利息，但在未来这种融资结构有可能产生足够大的收入流来偿还本金，因此是可以持续下去的；（3）庞氏融资则是难以持续的，它的收入流连当期利息都无法支付，因此，这种融资结构的维系需要不断地发行更大规模的债务。显然，这三种融资结构的违约风险是依次递增的。例如在利率上升从而利息成本上升的情况下，对冲融资可以承受很大的冲击而仍然能够履行债务偿还的义务；投机融资则相对脆弱，它会退化成庞氏融资；而庞氏融资本身则是难以持续的，这种融资结构最后往往以债务违约而告终。

当一个经济体主要由对冲融资的个体构成的时候，这个经济体的金融结构是相对稳定的。如果一个经济体当中投机融资的比例不断上升，那么金融结构的脆弱程度也就会不断上升。在明斯基看来，这样的转变是资本主义经济的内在趋势。按照简单的卡莱斯基恒等式，在经济体的宏观总量层面存在着这样的关系：总投资=总利润^①。假设在一个主要由对冲融资组成的金融系统当中出现了新的投资机会，新增投资增加了总需求，从而会带来当期新的收入流（总利润）；收入的增加增强了人们对未来的信心，从而人们会增加在下一期的投资；而在下一期的投资又会带来新的收入流，这为上一期的投资提供了收入，从而验证了上一期投资决策的正确性，由此又产生出了更多的投资；由此，经济体当中的投资和利润之间就产生了一种正反馈的关系。正如上文已经指出的，资本主义的投资是通过一套复杂的金融体系来实现的，那么，这里所说的正反馈过程同样需要金融体系的配合才能实现。在金融系统当中，这样的变化对应着经济主体开始不断下调其安全边际，从而使更多的投资项目得到融资。安全边际的下降带来了资本品的供给价格和需求价格的相应变化，从而使更多的投资成为可能；新的投资带来了更多的当期利润，从而使得人们对未来更加乐观，安全边际进一步下降，未来的投资进一步增加。投资与利润之间的正反馈机制由此得以实现。

需要指出的一点是，在存在根本不确定性的社会当中，这种行为变化是理性的、常态的^②。例如，对于金融机构而言，它的决策依赖于借款者长期以来的信用记录，而不断实现的收入流提高了借款者的信用等级，优质贷款的不断增多对应着金融机构应对风险的资产准备的不断下降。同时，金融创新也是这个动态演化过程的常态变化。随着经济繁荣时期的到来，对于追求利润最大化的金融机构而言，原有的对安全边际进一步下降进行限制的制度规定就成为正常营利的障碍。由此，各种形式的金融创新开始出现，从而绕开原有制度规定的限制。在这个过程中，经济体的融资结构逐渐从由对冲融资主导向由投机融资主导转变。正如马克思所说，资本主义信用制度固有的一个性质是“把资本主义生产的动力——用剥削他人劳动的办法来发家致富——发展成为最纯粹最巨大的赌博欺诈制度”^③。它驱使金融系统的脆弱性开始接近一个危险的边缘。这时，金融危机的条件就已经具备了，剩下的只需要某些不确定的事件（基准利率上升、原材料价格上升、产品需求减少、道德风险）来触发危机。受到这些事件的影响，经济体中的一些个体由投机融资转变成了庞氏融资。增加负债来延续庞氏融资开始变得困难，市场上开始抛售资产以获取流动性，随之而来的是资产价格暴跌，而资产价格的暴跌使得更多的个体陷入到了资不抵债的境地，典型的债务通缩就开始了。

在开放经济条件下，这种金融不稳定的动态变化同样存在于发展中国家内部，特别是在发展中

① 相关的解释请参见 H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill, 2008, pp. 157-164.

② J. Kregel, "Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility", *Journal of Economic Issues*, Vol. 31, No. 2, 1997.

③ 马克思：《资本论》第3卷，北京：人民出版社，2004年，第500页。

国家实现了国内金融自由化的情况下^①。与封闭经济的情况相比，金融开放条件下的金融不稳定被进一步放大了。外国资本的风险偏好可能影响甚至主导本国的投资活动，处在上升周期的经济体从而可能以更快的速度累积起更大的规模的资产泡沫。本国货币成为以外币计价的资产，在浮动汇率的情况下，它的升值同样是一种资产的价格上升，这种上升进一步强化了我们之前所说的正反馈机制，从而带来了更多的资本流入。

随着投机融资的比重不断上升，外汇市场的不稳定进一步放大了金融系统的脆弱性，并且这种脆弱性的形式也发生了变化。以外币表示的外债成为私人部门负债的一部分，并且随着国际资本流入，在融资结构当中占据了越来越大的份额。本国货币的贬值将使得私人部门的债务负担加剧，从而使得融资结构变得更加脆弱。在具有相同的安全边际的情况下，持有大量外币债务的融资结构显然要比没有外币债务的融资结构更加不稳定。对于这样的经济体而言，危机不仅会由上面所说的因素触发，而且，汇率的波动同样可能成为点燃金融危机的导火线。例如在美元加息的情况下，发展中国家的货币可能会面临贬值的压力，货币危机的产生引发了全面的金融危机。由此可见，货币危机和金融危机是联系在一起的。菲利普·阿雷斯特斯（Philip Arestis）和穆雷·格里克曼（Murray Glickman）认为，在开放经济条件下，发展中国家的金融危机呈现出了两种不同的形式：从内而外的危机和从外而内的危机。前者是由一些内部因素触发的危机，这种危机引发了资本外逃和货币危机，货币危机进一步加剧了危机的严重程度；后者是由货币危机触发的危机，来自外汇市场的不稳定引发了国内的金融危机^②。

按照明斯基的观点，人们可以建立某种制度约束的上界和下界来缓解经济的周期性波动，其中最具有代表性的就是大政府和大银行的做法。在开放经济条件下，稳定汇率的种种做法同样是一种制度约束。然而，正如我们在第二部分已经讨论过的，金融开放使得主权政府丧失了一部分货币政策和财政政策的空间，这使得政府面临着实现国内政策目标和汇率稳定之间的两难局面，这使得金融开放的发展中国家更加难以抵御危机的冲击。

同时，在开放经济条件下，主权政府和私人部门的个体一样成为一个融资主体。政府的负债可能属于私人资本，也可能属于IMF等国际组织和其他主权国家。要偿还外币计价的债务，政府需要对应的收入流，这种收入流依赖于经常项目顺差。因此，政府的融资结构同样可以按照明斯基的标准划分为对冲融资、投机融资和庞氏融资。当主权政府处于不可持续的庞氏融资时，主权债务危机就可能发生。和私人部门一样，在本币贬值的时候，处于投机融资状态的主权政府可能会走向庞氏融资。于是，货币危机就与主权债务危机，从而与更加全面的金融危机联系在了一起。

由于主权债务危机的可能性的存在，在危机时期，主权政府稳定汇率的能力受到了进一步的限制。对于处在对冲融资状态的政府而言，它具有大规模的外汇储备和贸易顺差，稳定汇率的代价是损失一部分外汇储备，从而安全边际下降。但是，对于处在投机融资状态的政府而言，它的外汇储备可能会枯竭；这时，如果放弃干预汇率，那么可能会发生货币危机；如果提高利率水平来吸引外资流入，这不仅会如前文所说的使得国内危机进一步加剧，而且主权债务负担会进一步加重，从而

① 明斯基的著作主要关注的是封闭经济的情况。最早按照明斯基的理论讨论开放经济条件下的金融不稳定的是彼得·格雷（Peter Gray）和珍·格雷（Jean Gray）。菲利普·阿雷斯特斯（Philip Arestis）和穆雷·格里克曼（Murray Glickman）采用了类似的思路讨论了亚洲金融危机的相关问题。请参见 H. P. Gray and J. M. Gray, "Minskian Fragility in the International Financial System", in P. Arestis(ed.), *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Ann Arbor: University of Michigan Press, 1994, pp. 143-168.

② P. Arestis and M. Glickman, "Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 26, No. 2, 2002.

使得主权政府陷入庞氏融资的境地。随着利息支出的不断累积，这种庞氏融资最终难以为继，主权债务危机由此成为开放经济条件下金融危机爆发的新形式。主权债务危机的可能性进一步限制了政府对外汇市场干预的能力，而且进一步放大了发展中国家金融系统的不稳定性。

正如我们在上一部分所说明的，不平等的国际货币体系使得发展中国家要面临更大的外汇市场的不稳定，从而有着更大的货币危机的可能性。同时，国际货币体系的不平等还体现在很多方面。对于处于长期逆差的发展中国家而言，主权债务的增加会使得它们面临违约风险；但是，对于美国来说，美元霸权的存在使得美国不存在主权债务危机的可能。这是因为，作为位于等级结构顶端的货币，美元成了某种程度上的世界货币，成了国际流动性的来源，而美国则通过增加本国债务来向其他国家提供这种流动性。虽然当前的国际货币体系在一定程度上缓解了提供国际流动性的问题，但是这也同时赋予了美国和美元两种特权：一方面，美国可以长期保持逆差，累积主权债务，而不必担心出现主权债务危机，因为它掌握了美元的发行权；另一方面，美国的货币政策将对外围国家的汇率产生重要影响，乃至直接威胁到一些国家的经济稳定（正如 2018 年阿根廷的遭遇）。因此，由于不平等的国际货币体系的存在，金融开放的发展中国家将面临更加严苛的外部条件。

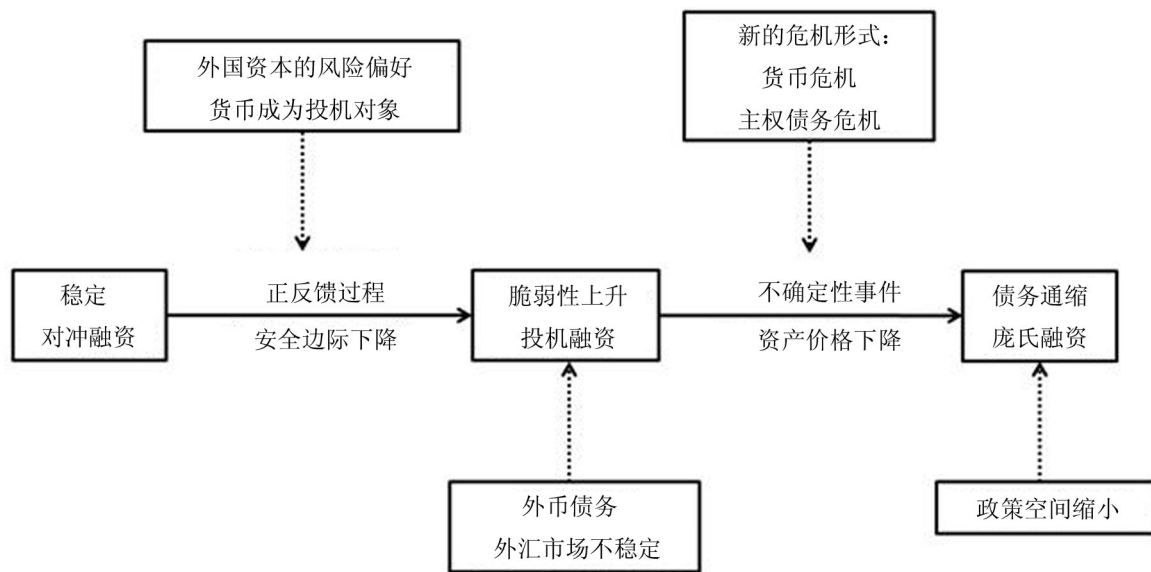


图 2 开放经济条件下的金融不稳定

在开放经济条件下，明斯基所揭示出的金融不稳定的动态变化取得了更大的规模和更复杂的形式。货币危机、主权债务危机等各种类型的危机在金融开放的情况下联系在了一起。在不同地区的发展中国家，由于政策的不同和外部环境的不同，金融不稳定的动态过程产生出了不同的通往危机的路径^①。而在这些差异路径的终点处，这些金融开放的发展中国家最终殊途同归，严重的金融危机爆发了。

^① 艾琳·格拉贝尔 (Ilene Gabel) 认为，新自由主义的金融改革导致了五种类型的危机：货币危机、资本外逃的危机、内部金融脆弱的危机、外部传染的危机、政策独立性的危机。何塞·加布里埃尔·帕尔玛则区分了金融开放的发展中国家通往危机的三种路径：路径一努力保持财政平衡，减少政府干预（墨西哥、智利、阿根廷），路径二则采取强硬的货币政策进行冲销（巴西），路径三则主要由内部推动（东亚）。请参见〔英〕何塞·加布里埃尔·帕尔玛：《资本项目开放为何必然导致拉美金融危机频发》，李黎力、李双双译，《拉丁美洲研究》2013年第2期。

四、发展中国家过度的金融开放必然加剧对发达国家的依附

马克思—明斯基的金融不稳定性理论说明，资本主义生产方式存在着内生的金融不稳定趋势，而在国际货币体系不平等的条件下，金融开放使得这种不稳定的趋势取得了更大的规模和更复杂的形式：国际资本的高风险偏好促使发展中国家累积起更大规模的资产泡沫，外汇市场的不稳定放大了融资结构的风险，稳定汇率的压力迫使主权政府丧失了财政政策和货币政策的独立性。正如马克思指出的，“资本的运动是没有限度的”^①，金融开放使得发展中国家在金融领域被纳入资本主义世界市场当中，资本的运动取得了国际的性质。对于金融开放的发展中国家来说，金融动荡的历史并没有因为某次金融危机的结束而宣告终止。一次又一次的金融危机不仅破坏了民族经济的正常发展，而且加剧了发展中国家经济的依附性，这种依附性具体表现在以下三个方面。

第一，政府在经济发展当中的作用将被进一步限制，从而使得经济低迷可能长期得不到扭转，经济发展的路径将进一步被锁定在不利于发展中国家的国际分工之中。对于发生货币危机的发展中国家而言，如果它们继续保持金融开放的话，那么它们需要紧缩财政，从而削减经常账户赤字，稳定外汇市场预期；对于发生主权债务危机的发展中国家而言，它们需要保持财政盈余，从而增强还款能力，稳定贷款者的预期；并且，政府需要进一步将国民经济转向可以赚取进出口顺差的产业，从而稳定汇率和完成按时还债的目标。于是，在危机之后，一方面，总需求得不到政府支出的刺激，国内投资意愿低迷的情况也就得不到扭转，经济会复苏得非常缓慢，甚至可能会陷入到长期的低迷当中。另一方面，财政紧缩使得政府不得不削减支持科技和产业发展方面的投入，产业政策就成了无源之水，在缺乏政府支持的情况下，国内产业的转型升级和技术的自主创新将变得更加难以成功。

第二，在不平等的国际货币体系之下，脆弱的本国金融体系将因为金融开放而经常性地受到国际资本市场的冲击。在美元霸权支配的国际货币体系下，美国的货币政策会经常性地通过外汇市场传导到发展中国家当中。对于这些国家高度脆弱的金融系统来说，由此而来的汇率波动有时将直接引发一系列的危机。美国由此得到了通过这一渠道不对称地影响其他国家金融市场，乃至直接威胁发展中国家金融稳定的能力。正如本文一开始就谈到的阿根廷的例子那样，这一轮美元加息直接打击了土耳其、阿根廷等诸多外围国家的金融系统，引发了这些外围国家的货币危机。

第三，外国资本有机会进一步进入乃至支配本国金融系统^②。在过去30年里，发展中国家当中的外资银行占据了越来越重要的地位。统计数据表明，这些外资银行无论在数量上还是在规模上都有着明显的上升。在一些发展中国家，例如墨西哥、赞比亚，外资银行的资本总量甚至能够占到本国银行部门资本总量的80%以上^③，这在很大程度上使这些国家丧失了货币主权，因此，发展中国家金融部门对外国资本的依附不是偶然的。金融开放加剧了金融不稳定，这就为外资银行的进入打开了机会窗口。频发的金融危机使得发展中国家的金融系统变得非常脆弱，为了充实本国银行系统的资本但又不放弃金融开放，这使得很多发展中国家不得不选择通过各种形式引入外资。金融危机的背景和本国政府的有意推动是这一过程的重要特点。例如，在20世纪90年代，阿根廷和巴西之

① 马克思：《资本论》第1卷，北京：人民出版社，2004年，第178页。

② 这里需要对外资银行准入、金融开放、金融自由化的概念问题稍加说明。金融开放是金融自由化的一个子集。一般而言，金融自由化对国内的要求有：放松金融业市场准入、形成自由竞争的金融市场格局、放开利率管制、取消政府的信贷配给项目等。金融开放则是一国对外金融制度的自由化，这一般要求放开对直接投资和间接投资的约束，允许资本跨境自由流动。其中，放开外国金融机构准入的限制应该视为放开外国直接投资其中的一个内容。

③ Stijn Claessens and Neeltje van Horen, "Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability", *IMF Working Papers*, 2012.

所以同时选择引入外资银行，是因为受到了墨西哥金融危机的影响，它们需要引入外资来挽救濒临破产的本国银行。同时，以华盛顿共识为代表的新自由主义意识形态在 IMF 和世界银行等组织的推动下主导了许多发展中国的经济改革，国内金融自由化以及对外金融开放一直都是其中的首要内容^①。

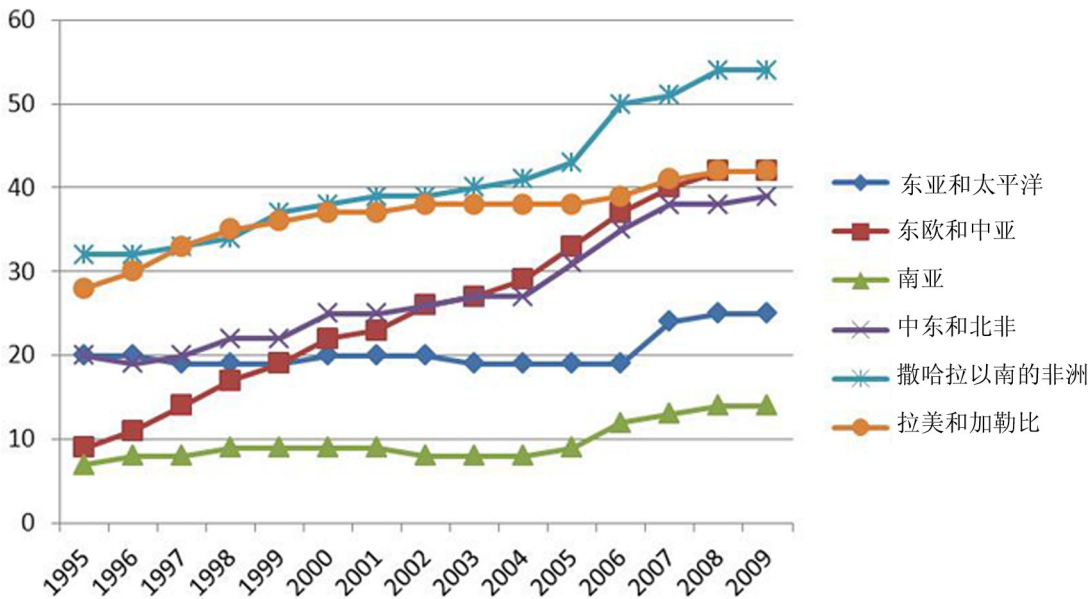


图3 部分地区外资银行数量占该地区银行总数的比重

数据来源：Claessens S and Van Horen N, “Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability”, *IMF Working Papers*, 2012

五、我国对外金融开放的战略与政策建议

正如马克思指出的：“到底什么是自由贸易呢？这就是资本的自由。”^②类似地，到底什么是金融开放呢？这同样是资本的自由。脆弱的金融系统、动荡的外汇市场、有限的政策空间、越来越难以自拔的依附型经济，这是发展中国家因金融开放而陷入的金融困局的共同特征。在新时期，我国也面临着类似的困难和挑战。在外汇市场，我国的资本外流逐渐转由短期资本流动为主导，市场情绪成为影响资本外流的主导因素，这使得我国稳定汇率、管控金融风险的难度进一步增大^③。尽管我国采取了资本管制措施，但是近期美元加息还是对人民币汇率造成了很大的冲击。虽然当前我国的金融脆弱性没有阿根廷、土耳其等国家那么严重，但近期人民币的汇率波动应该引起我们对相关问题的

① J. Marangos, “The Post Keynesian Retort to ‘After the Washington Consensus’”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 34, No. 4, 2012. 有关金融自由化的理论概述及其缺陷请参见 P. Arestis, “Washington Consensus and Financial Liberalization”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 27, No. 2, 2004. 有关世界银行对这种意识形态的推动作用请参见 H. Stein, “Financial Liberalization, Institutional Transformation and Credit Allocation in Developing Countries: The World Bank and the Internationalization of Banking”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 34, No. 2, 2010.

② 《马克思恩格斯选集》第1卷，北京：人民出版社，1995年，第227页。

③ 管涛等：《汇率的博弈：人民币与大国崛起》，北京：中信出版集团，2018年，第146-152页。

重视。

在我们看来,我国没有必要大量引进外国银行的直接投资,主要理由在于:首先,我国不缺乏资金,外国银行进入中国,必须将美元交给中国人民银行才能在中国开展业务,这不仅增加了“烫手”的外汇储备的负担,而且也挤占了本土银行的信贷规模,这对中国实体经济没有一点好处。其次,美国金融家的经营管理水平不会比我国本土金融家高。华尔街金融家制造的“次贷”危机是史无前例的,怎能说其经营管理水平高呢?如果没有奥巴马政府对金融业的大规模救助,美国的金融危机是无法收场的。我们应该警惕华尔街银行家在中国兴风作浪、制造新的金融危机。

对此,我们更应该坚持历史唯物主义,以史为鉴,从历史上和当前金融开放的发展中国家的金融危机史当中吸取教训。所谓“前事不忘,后事之师”,许多发展中国家的教训已经为我们敲响了警钟。面对当前错综复杂的国际局势,我们更应该高度重视金融安全,防范金融风险,守好金融安全的底线,避免重蹈许多金融开放的发展中国家的覆辙。开放发展是我国的一项基本国策,这不仅涉及我国国内市场的对外开放问题,也涉及别国对我国开放其市场的问题,特别是涉及如何通过“一带一路”建设平等的国际经贸体系以及实现中国资本走出去的问题,在这两个方面都涉及金融安全问题。习近平总书记在中共中央政治局第四十次集体学习时指出:“金融安全是国家安全的重要组成部分,是经济平稳健康发展的重要基础。维护金融安全,是关系我国经济社会发展全局的一件带有战略性、根本性的大事。金融活,经济活;金融稳,经济稳。必须充分认识金融在经济发展和社会生活中的重要地位和作用,切实把维护金融安全作为治国理政的一件大事,扎扎实实把金融工作做好。”^①我们下面就从国内和外国两个市场的角度对金融开放中的金融安全问题提出一些基本的应对之策。

在国内金融市场对外开放方面,我国应该坚持对等开放、渐进式开放和底线思维的基本原则,加强国家金融安全审查。正如本文的研究所说明的,自第二次世界大战结束以来,凡是不遵循这一原则的发展中国家都实行了大幅度的对外金融开放,采取了资本账户自由化和汇率自由化的激进措施,这些发展中国家无一例外地都陷入了金融危机,情况严重的国家最终都陷入了本文所探讨的“金融困局”:脆弱的金融系统、动荡的外汇市场、有限的政策空间和越来越难以自拔的依附型经济。渐进式的和局部的金融开放可以避免颠覆性的错误,例如,我们在前面提到了阿根廷和巴西在20世纪90年代同时引入了外资银行,但这两个国家做法略有不同:巴西没有采取全面的金融开放,外资银行的引入采取的是“就事论事”(case by case)的原则,而阿根廷则完全开放了金融,不同的开放方式和开放程度使得两个国家遭到金融危机的影响程度就不同,巴西陷入“金融困局”的程度就比阿根廷轻得多。特别值得一提的是,阿根廷对外资银行的依附性不仅体现在外资银行比重的增加,而且还体现在中央政府对外国银行的依赖:对于融资结构非常脆弱的政府而言,在外汇储备不足的情况下,它需要依赖外国银行来提供外汇的流动性^②,这无疑为2018年5月爆发的金融危机埋下了严重的隐患。

加强国家金融安全审查,是防范金融风险和守好金融安全底线的重要屏障。自20世纪70年代以来,美国在主导贸易自由化和金融自由化的过程中,逐步建立了一套与开放经济相契合的国家经济安全体系,并设立专门审查部门,采取严格和严密的审查措施,保护本国制造业安全和金融安全。

^① 习近平:《切实把维护金融安全作为治国理政的一件大事》, <http://politics.people.com.cn/n1/2017/0426/c1024-29238550.html>。

^② D. Paula and Jr. A. J. Alves, “The Determinants and Effects of Foreign Bank Entry in Argentina and Brazil: a Comparative Analysis”, *Investigación económica*, Vol. 66, No. 259, 2007.

在过去十多年中，中国企业对美国高科技产业、金融机构等方面的投资在美国的国家安全审查过程中鲜有顺利过关，就说明美国是一个高度重视国家安全和风险防范的国家。我国一直忽视国家金融安全审查，因此，美国在这方面有许多做法值得我们借鉴。特别是当外资金融机构进入中国的银行、证券、保险等金融机构特别是控股中国金融机构之后，我国居民、企业特别是党政军的金融行为信息和企业的商业秘密就很容易被国际垄断金融资本集团所搜集和掌控。因此，如何在金融开放中确保国家金融安全是一个急需研究的重要问题。

在我国与外国金融市场打交道特别是中国资本走出去的问题上，我国除了坚持对等开放等原则外，应该在“一带一路”国家坚持以人民币结算、贷款和投资，并逐步实现与发达国家之间的贸易以人民币进行结算；特别是我国应该通过贸易渠道而非金融渠道逐步推行人民币国际化，这不仅涉及我国对外金融开放的效果问题，也与确保我国金融安全问题有关。

在这方面，德国和日本金融开放的不同路径值得我国借鉴。正如有学者指出的，德国货币国际化之所以远比日本成功，其原因就在于德国在对资本项目实行较强管制之下通过贸易渠道向全球输出其货币，在全球产业链和相关生产要素的交易与分配中扮演了主导角色，而日本则通过放开资本管制，积极鼓励本国和海外金融机构参与和日元相关的金融资产交易，以金融渠道对外输出日元。从资本项目开放的角度看，德国和日本的货币国际化思路是完全相反的。德国在货币基本国际化后才放开了资本项目，日本却是试图通过资本项目开放来推动国际化。不同的路径导致两国货币国际化的最终结果差异很大。从一开始日元的结算功能便相对较弱，而其储备货币功能也随着经济泡沫破灭和经济竞争力下滑，地位逐渐降低^①。到今天，尽管日本是国际第三大经济体，贸易规模庞大，但日元的国际使用仍然非常有限，远远落后于美元和欧元，甚至落后于英镑，这也是日本经济在过去20多年长期低迷的重要原因之一。

“一带一路”为人民币国际化提供了前所未有的历史机遇，我国可以通过使用人民币作为结算货币，使用人民币进行投资，发放人民币贷款和发行人民币债券，在“一带一路”国家稳步建立人民币货币区，渐进式地推进人民币国际化。在这方面，上述德国金融开放的成功经验和日本金融开放的不成功教训提供了前车之鉴。对于我国来说，通过金融渠道推行人民币很容易为国际垄断金融资本在人民币离岸市场进行投机活动制造机会，而在保持资本管制特别是资本项目管制的条件下，通过贸易渠道逐步推行人民币国际化，并在人民币国际化基本实现后再开放资本项目，不仅可以有效地防范金融风险，确保国家金融安全，规避广大的发展中国家因金融开放而陷入的“金融困局”，而且对于我国建设制造业特别是高端制造业强国具有重要的战略意义。

参考文献：

[1] H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill, 2008.

[2] 李黎力：《明斯基经济思想研究》，北京：商务印书馆，2018年。

[3] P. Davidson, “Liquidity vs. Efficiency in Liberalized International Financial Markets: a Warning to Developing Economies”, *Revista de Economia Política*, Vol. 20, No. 3, 2000.

[4] P. Arestis and M. Glickman, “Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 26, No. 2, 2002.

(编辑：张建刚)

^① 参见陈光磊：《开放资本项目推动人民币国际化没有道理》，<http://forex.hexun.com/2014-12-10/171265731.html>。